

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620131152066

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

实际控制人特征与股票风险和收益的实证
研究——基于民营上市公司的视角

An Empirical Study of Actual Controller's Characteristics
and The Risk and Return of Stock

—— Based on Private Listed Companies

黄 杨

指导教师姓名: 戴淑庚 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2016 年 4 月

论文答辩日期: 2016 年 4 月

学位授予日期: 2016 年 6 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2016 年 6 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文(包括纸质版和电子版)，允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

()1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于
年 月 日解密，解密后适用上述授权。

()2. 不保密，适用上述授权。

(请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。)

声明人(签名)：

年 月 日

摘要

我国资本市场发展时间较短，在取得巨大成就的同时伴随着诸多问题。由于我国股票市场具有明显的造富效应和圈钱效应，所以民营上市公司实际控制人有动力同时也有方法来影响股票在二级市场上的表现。实际控制人特征必然在企业经营和股票表现上也有相应的体现，那么是如何体现的？本文试图建立一个实际控制人特征体系（包括个人特征和社会特征）来解释实际控制人与股票表现之间的关系，其中股票表现分为收益和风险两个方面，分别对应收益率和波动率。

本文以选取了 2012-2014 年全部 A 股上市公司共计 3046 个样本，以实际控制人特征这一视角来对股票表现进行实证分析，结果发现：个人特征对股票收益率无影响、对股票波动率影响很小；而社会特征则对股票表现有较为显著的影响，社会特征对股票波动率的影响尤其明显。

本文的创新之处在于，首先，实际控制人特征与股票表现之间相关性的研究在此之前几乎是空白，大多关于实际控制人的研究集中于对企业治理的影响这方面，所以这是一个新的选题；其次，在变量选择上本文做到了新颖性和全面性，本文选取与资本市场密切程度、行业协会级别和政治级别等社会特征体现了新颖性，本文的解释变量还包括学历、亲属关系、兼任情况、所有权、控制权等则体现了代理变量的全面性。值得注意的是，关于实际控制人特征数据的搜集与整理是本文最大的难点，也是亮点之一。

在结论应用方面，本文的贡献表现在两个方面：一是实际控制人如何通过自身特征来提高股票收益、降低风险以更好地回报投资者，二是投资者如何通过辨别实际控制人来选择低风险股票。

关键字：实际控制人；股票收益率；股票波动率

Abstract

China's capital market have made great achievements in a much shorter time of development, which also have been accompanied by many problems. Since China's stock market has a significant effect of getting rich quickly and misappropriation, so actual controllers of private listed companies not only have the intention but also have the power can affect the stock performance in the secondary market. Then, the actual controller's features are inevitably exposed in its business and the stock performance, so, how is it? This paper attempts to establish a system of actual control features (including personal characteristics and social characteristics) to explain the relationship between the actual controller and the stock performance, which are divided into two areas including benefits and risks, correspondingly to the yield and volatility.

In this paper, to select all A-share listed companies as a total of 3046 samples between 2012 - 2014, empirical analysis of stock performance have been done out of perspective of actual controllers' features, I found that: personal characteristics had no effects on stock returns and a little of effect on stock volatility; however, social characteristics have much more significant impacts on stock performance, and the impact of social characteristics on the stock volatility is particularly evident.

The innovation of this paper is, first, the correlation study between the actual controller features and performance of the stock before this paper is almost empty, most of the researches on the actual controllers' features focus on the impact on corporate governance, so this is a relatively new topic; from aspect of variable selection, the paper did novelty and comprehensiveness because the paper selected closeness to capital markets, the level of industry associations and political level, which reflects the novelty of this paper, and the explanatory variables also include education, kinship, concurrent post or not, the ownership, control which reflects the comprehensiveness of proxy variables.

As for applications of the conclusion, the contributions of this paper are in two

ways: First, the actual control how enhance stock returns and reduce risk by changing their features to provide investors better return; second, investors how to select low-risk stocks by identifying the actual controllers' features.

Keywords: actual controller; stock returns; stock volatility

厦门大学博硕士论文摘要库

目录

第一章 导论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.2 研究方法思路	2
1.3 研究结构和内容	4
1.4 研究创新与贡献	4
第二章 文献综述	6
2.1 实际控制人及其特征文献综述	6
2.1.1 实际控制人文献综述	6
2.1.2 实际控制人特征文献综述	8
2.2 股票表现文献综述	13
2.2.1 股票收益率文献综述	13
2.2.2 股票波动率文献综述	16
第三章 研究设计	18
3.1 理论分析与指标构建	18
3.1.1 解释变量	18
3.1.2 被解释变量	26
3.1.3 控制变量	27
3.2 研究样本和数据来源	28
3.3 计量模型与假设	30
3.3.1 股票表现与实际控制人个人特征模型	30
3.3.2 股票变现与实际控制人社会特征模型	31
第四章 实证结果分析	33
4.1 描述性统计	33
4.2 实证检验	34
4.2.1 主要变量的相关性分析	34

4.2.2 实际控制人个人特征对股票风险和收益的实证检验.....	35
4.2.3 实际控制人社会特征对股票风险和收益的实证检验.....	39
4.3 稳健性检验	43
第五章 结论与思考	45
5.1 主要研究结论	45
5.2 相关启示和应用	46
5.3 研究局限和后续研究方向	46
参考文献	48
致谢	52

Content

Chapter1 Introduction	1
Section1 Background and Significance	1
Section2 Research Methods and Approaches	2
Section3 Structure and Content	4
Section4 Innovations and Contributions	4
Chapter2 Literature Review.....	6
Section1 Literature Review of Actual Controller and Its Features	6
I 、 Literature Review of Actual Control.....	6
II 、 Literature Review of Actual Control' S The Features.....	8
Section2 Literature Review of Stock Performance	13
I 、 Literature Review of Stock Return.....	13
II 、 literature review of Stock Volatility.....	16
Chapter3 Research Design.....	18
Section1 Research Hypotheses and Variant Setting	18
I 、 The explanatory Variables.....	18
II 、 Explained Variables.....	26
III 、 Control Variables.....	27
Section2 Samples and Data Sources	28
Section3 Model Design and Research Hypothesis	30
I 、 Stock Performance and Actual Controller' s Personal Characteristics.....	30
II 、 Stock Performance and Actual Controller' s Social Characteristics.....	31
Chapter4 Empirical Analysis.....	33

Section1 Descriptive Statistical Analysis	33
Section2 Empirical Research	34
I 、Correlation Analysis.....	34
II 、Empirical Test for Actual Controller’ S Personal Characteristics and The Risk And Benefit Of Stock.....	35
III、Empirical Test for Actual Controller’ S Social Features and The Risk And Benefit Of Stock.....	39
Section3 Robustness Test	43
Chapter5 Conclusions and Reflections.....	45
Section1 The Conclusions	45
Section2 Related Revelation and Applications	46
Section3 Limitations and Future Research	46
References	48
acknowledgement	52

第一章 导论

1.1 研究背景和意义

从 90 年代初深圳和上海股票交易所相继成立，现代化的中国股票市场才正式登上历史舞台并获得较快发展。截止至目前，我国股票市场也才走过 30 多个年头，在这短短的 30 年间里，我国股票市场建设取得巨大成就，上市公司数量达 2800 多家、沪深两市总市值曾高达 60 余万亿元人民币（2015 年 5 月），成为仅次于美国的全球第二大股市，目前我国股票市场还在以较快的速度扩张；不过在股票市场快速发展的同时，也一直存在一些问题亟待解决，比如企业上市核准制有待改变、内幕交易严重及监管水平有待提高、创业板定价机制有待完善且投机性严重、圈钱心理和操纵股价严重、暴涨暴跌显现严重等。

在我国股市混乱而繁荣的背景下，左右上市公司命运的实际控制人其表现值得关注，最为值得关注的是其对于股票表现的影响。实际控制人影响股票表现的动力何在？我国股票市场的造富效应和圈钱效应明显，首先来谈造富效应，企业一旦上市，企业的实际控制人一夜暴富成为亿万富翁，上市之后的股价表现决定着实际控制人身家高低，而且股权的相对集中使得股价上涨带来的市值大部分归于实际控制人；当年为解决国企改革问题而成立的股市一直难以改变其圈钱属性，被上市公司视为提款机，上市之后若想使得后续的增发顺利实现，实际控制人有维护股价甚至刻意影响股价的需求，从这两个方面分析，实际控制人都有影响股票表现的动力。

实际控制人如何来影响股票表现？实际控制人作为上市公司的主导者，是企业生产经营的核心人物，充分掌握公司的经营情况，其影响股票表现的方式有多种，比如实际控制人其自身特性也不可避免地影响到股票风格；获取各种有利于企业的行业资源，来促进企业发展，同时也使股票表现良好；积极获取政治资源以向市场传达某种信号，使股票朝预期方向发展；与资本市场保持密切的联系，

积极接受机构投资者调研以借助机构投资者来影响股价；还有一些非常规的手法，比如将重大消息事先透露给关系密切的资金方，以使其在时间上占先机。实际控制人影响股票表现的方式很多，在此不一一例举。

既然实际控制人有影响股价表现的动力也有各种方式，那么本文就试图建立一个有关实际控制人的体系来揭示其与股价表现的关系，以期提供有益的借鉴。这个体系主要围绕着实际控制人的特征来建立，包括其个人特征，更多地侧重表现其自身的特征、特点；也包含其社会特征，揭示其作为企业家的行业地位、社会地位等。股价表现则包括股票收益率和股票波动率两个方面。

为什么选择民营企业？一方面是因为自改革开放以来，我国民营经济获得快速发展，为国民经济增长做出了不可磨灭的贡献，而且相比于国有经济和集体经济，民营企业更加具有活力；另一方面，目前，我国股票市场里民营上市企业数量接近 1700 家、占比高达 60%，庞大的数量使得民营企业实际控制人对于股市的影响力和重要性凸显，并且相比于公有制上市公司，上市民企实际控制人有更大的动力来影响股票在二级市场上的表现。

上市公司实际控制人作为企业的核心人物，决定公司的重大经营决策，并且也影响着股票表现，因此本文选取上市公司实际控制人的特征作为突破口，试图建立一个特征体系来发现其与股票表现（收益率和波动率）之间的关联；鉴于国内大部分文献研究实际控制人特征与企业行为的关系，本文试图研究实际控制人特征与股票表现之间的关系，以期提供有益的借鉴。

1.2 研究方法思路

一、研究方法

本文使用规范研究和实证研究方法，来探讨民营上市公司实际控制人的相关特征和标的股票的收益率、波动率的关系。

一是采用规范研究方法，主要对国内外有关上市公司控制人特征对公司治理的影响、影响股票表现的事件或行为类型的文献进行梳理。通过理论分析，来解释实际控制人特征与股票表现之间的关系。

二是采用实证研究方法，以实证检验为基础，搜集上市公司的数据，设置民营上市公司实际控制人特征的相关变量，构建其特征与公司股票表现之间关系的理论模型，进行定量分析。主要运用了：

(一)描述性统计分析

对模型中的各变量进行描述性统计分析，计算各相关变量的平均值、标准差、最大值和最小值，从而了解各变量数据的分布形态。

(二)单变量回归分析

对主要变量分组，进行单变量回归分析，以检测变量之间是否具有显著性，从而确定变量的有效性并选取适当的控制变量。

(三)多元线性回归分析

对计量模型中各变量进行回归分析，以发现被解释变量与解释变量的关系，为进一步的研究分析提供依据。

二、研究思路

首先，对国内外有关实际控制人、实际控制人特征与公司治理、股票表现的文献进行梳理。通过理论分析，来解释实际控制人特征与股票收益率和波动率之间的逻辑关系。

其次，本文考察的主要目标是实际控制人特征与股票表现之间的关系。诸多文献的实证研究均表明实际控制人特征会对公司治理形成影响，比如影响企业的财务风险、过度投资等，进而也会影响到股票收益率；实际控制人的某些特征也会影响到其波动率。本文也是考察实际控制人特征，包括人力特征和社会特征两个方面；将个人特征与公司股票收益率联系在一起，是因为我国资本市场还很不完善，实际控制人的特征能够通过各种途径传导至标的股票，这是中国资本市场确实而又普遍存在的情况，其政治身份、行业资源等因素均能够作用于股票。

最后，在对民营企业实际控制人特征与股票表现进行汇报分析之后，发现其中有些变量显著，而有些不显著，对于重要的变量进行解释分析。

本文的实证部分主要使用 stata 软件，进行实际控制人特征及股票收益率、波动率方面数据的进行描述性统计，以及就二者之间的关系进行相关的实证分析。

1.3 研究结构和内容

本文主要采用了实证研究的方法进行研究,选取 2012-2014 年沪、深两市民营上市公司为样本数据,通过分析实际控制人的学历、亲属关系、兼任情况、所有权、控制权、与资本市场的密切程度、行业协会级别、协会关系数量、政治身份对标的股票收益率和波动率的影响。

第一章为本文的引言部分,主要介绍了研究背景与意义、研究思路和方法、研究结构和内容以及本文的创新和不足。

第二章为文献综述部分。这一部分主要对国内外有关实际控制人、实际控制人特征和股票表现的文献进行梳理。

第三章为研究设计部分。这一部分在综合考虑的基础上提出相关假设,确定本文的研究范围、研究样本和数据的来源,并且对本文所涉及的变量进行定义、处理和说明,最终实现构建本文的模型。

第四章为实证结果分析。首先对样本进行描述性统计,然后通过单变量回归和多元回归相结合的方式实证检验,然后进行稳健性检验。

第五章为结论部分。在这一章提出本文的结论以及与结论相对应的政策性建议,并且指出本文的局限和后续研究方向。

1.4 研究创新与贡献

鉴于国内对于实际控制人的研究大多局限在企业治理方面,而并未探讨实际控制人对公司股票可能造成的影响,本文认为有必要选取新的研究视角以丰富这一领域的研究。

研究创新

首先,本文的选题较为新颖。国内学术界虽然已经有一些关于实际控制人特征与公司相关性的文献,但绝大部分文献主要是针对公司治理方向,比如对企业绩效、财务风险、过度投资、信息披露质量等方向的研究。本文并非试图探讨实际

控制人特征与公司治理或企业行为的关系，本文建立实际控制人的特征体系是为寻找其与标的股票的风险和收益的相关性，而这方面的研究目前尚属空白。

其次，本文在代理变量选取上较为新颖。目前学术界多采用学历、所有权、控制权、所有权和控制权相分离等来描述实际控制人特征，并没有更多地挖掘实际控制人的其他特征；而本文采用变量包括实际控制人个人特征和社会特征两个方面，而社会特征是本文新选取的特征，它包括与资本市场密切程度、行业协会级别、系会关系数量、政治级别等，表现本文选取实际控制人特征变量上有所突破。

最后，本文建立了较为全面的有关实际控制人的体系。本文建立有关实际控制人的特征体系，包含 9 个变量，较为全面地反映了实际控制人的特征。

研究贡献

与国内现有的研究相比，本文系统地研究了实际控制人特征与股票表现之间的关系，本文的贡献体现在三个方面：

一是建立一个关于实际控制人特征的全面的体系，包括个人特征、社会特征，囊括了关于学历、政治关联、行业协会、与资本市场密切程度等各个方面；其中，社会特征的整理需要花费极多时间和精力。

二是本文实证研究实际控制人特征与股票表现之间的关系，发现：个人特征对股票表现的影响并不显著，而社会特征总体上对股票表现有显著影响，对股票波动率的显著影响尤其值得关注。

最后，本文的研究结论可用于对投资组合理论的有益补充，当股票收益率既定时，投资者可以根据实际控制人的相关特征来选择未来波动率降低的股票，从而降低投资风险。

第二章 文献综述

上市公司的实际控制人作为企业的核心人物，其对企业的作用和影响力是毋庸置疑的。本文所分析的实际控制人的特征分为个人和社会两个层面，是其长久以来的自身发展、社会活动所形成的、积累的特征。我们认为，实际控制人特征作为其能力和影响力的一种突出的体现，这种特征也必然像烙印一样体现在其所经营管理的上市公司，特征所隐含的特定能力和影响力也波及于其所拥有或主导的上市公司，并进而能够传导至公司股票在二级市场上的表现，亦即影响标的股票的风险和收益（波动率和收益率），这就是本文进行实证分析所秉持的理念和模式。

近年来，学术界对实际控制人进行研究越来越关注，大多是从实际控制人对公司治理绩效或者特定行为（如财务风险、过度扩张、股利政策等）的角度进行论述，有从实际控制人所有权和控制权等特征的角度对公司治理进行分析，也有文献从保护小股东利益的角度来分析实际控制人与资本市场关系，较少有文献把实际控制人特征与股票在二级市场的表现（风险与收益）结合起来分析，本文尝试从实际控制人的个人特征和社会特征两个方面对股票的风险和收益进行分析，以期提供有益的借鉴！

2.1 实际控制人及其特征文献综述

2.1.1 实际控制人文献综述

在股票市场上，实际控制人的类型包括国有企业（中央和地方）、国资委（中央和地方）、国家机关、地方政府、科研院所（如大学）、个人等。实际控制人类型不同对于企业行为、公司治理及业绩等的影响均不同。

有关文献研究表明，当实际控制人为国有企业时会带来效率低下、过度投资等问题；尽管同为国企，实际控制人为央企和地方国企其对公司绩效的影响不同。Barnett 和 Brooks（2006）^[1]从控股股东的类型的角度来解释工业企业和政府的二者间关系，结论是：国有工业企业由于较少向所有者（国家政府）分红，因而留

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.